

商贸零售行业

行业研究/深度报告

大浪淘沙，医美机构“整合期”悄然而至

—医美服务机构深度研究

深度研究报告/商贸零售行业

2020年1月19日

报告摘要：

● 我国医美行业处于黄金成长期，民营机构成为服务终端的中坚力量

2015-2019年我国医美服务市场复合年增长率高达22.53%，2018年中以总收益183.79亿美元，占据全球13.5%的市场份额，已成为仅次于美国的全球第二大医美服务市场，但相比日本、韩国等成熟市场渗透率仍处于较低水平，中长期看在供需共振的驱动下至少有3倍以上的增长空间。与此同时，政策的开放和资本的助力为私营机构进入医美行业再添动力，根据艾瑞咨询数据，截至2019年我国有超过13000家私营医美机构，此外，根据《中国医美“地下黑针”白皮书》，医美市场还生存着超60000家的无执照的“黑机构”，质量参差不齐，导致整个医美下游服务市场大而分散。

● 野蛮生长导致乱象丛生，规范化大势所趋

私营医美机构的野蛮生长，也导致行业乱象丛生，品牌形象难以树立，制约其健康发展的两大主要原因：1) **非法执业现象严重，市场秩序混乱**。庞大医美需求和正规机构及医生数量增长的不匹配，同时获利和违法成本不成正比，监管难度大等因素致使医美行业乱象丛生，在机构、医生和药械的合法化方面均出现了严重的不规范现象。2) **过度依赖营销，多数私营机构陷入高毛利低净利的困境**，私营医美机构不同于公立医院天然具有良好的声誉保证，对营销宣传等手段具有极强的依赖性，营销渠道和销售费用合计能占到总成本的70%以上，叠加行业内同质化的竞争愈发严重，激起激烈的“价格战”，正规机构也不得不通过低价微整形引流，**低价引流+疯狂打广告共同挤压医美机构的利润空间**。

● 行业洗牌格局已定，机构连锁化运营有望冲出围墙

严监管+自然淘汰助推了医疗机构的“倒闭潮”，加速行业洗牌，合法机构有望进一步收回“黑医美”的市场份额。1) 严监管发力，促进医美机构规范化发展；2) 新氧、更美等互联网医美平台的兴起，减少了信息不对称性的同时有望重塑成本结构；3) 资本化助力机构扩张加速，推动行业集中度提升，优质医美企业有望进一步收获市场红利。连锁医美机构初步发挥其规模化效应、口碑打造和招募优秀人才的优势，不断向连锁集团化运营迈进。

● 投资建议

在医疗美容行业监管力度大幅收紧的背景下，医美机构整合效应明显，头部优质公司有望同行业的上升周期共振，最终实现业绩和估值的戴维斯双击，一改此前投资者认为的下游医美机构无投资价值的观念，给予“推荐”评级，建议关注**奥园美谷、朗姿股份、华韩整形、瑞丽医美、医美国际、香港医思医疗**。

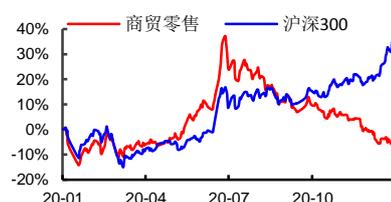
● 风险提示

宏观经济下行，核心管理人员或明星医生流失，医疗事故导致行业形象受损

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：顾熹闽

执业证号：S0100519080001

电话：021-60876707

邮箱：guxim@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 1月18日	EPS			PE			评级
			2019	2020	2021	2019	2020	2021	
000615	奥园美谷	10.40	0.02	-	-	286.66	-	-	未评级
002612	朗姿股份	20.25	0.14	0.32	0.53	71.95	64.00	38.54	未评级
430335	华韩整形	43.35	0.88	1.23	1.47	13.60	35.17	28.96	未评级
2135	瑞丽医美	0.340	-	-	-	-	-	-	未评级
AIH	医美国际	5.00	-0.78	-	-	7.76	-	-	未评级
2138	香港医思 医疗	5.740	0.29	0.15	-	11.69	38.28	-	未评级

资料来源：未评级公司来自 wind 一致预期，民生证券研究院

目录

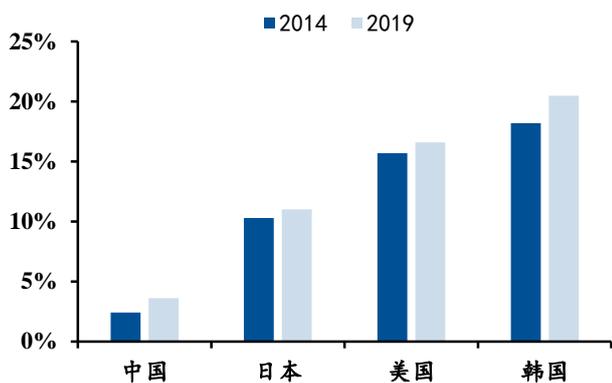
1 供需共振，医美服务行业空间广阔.....	4
2 千亿盛宴拉开序幕-中国医美行业的前世今生.....	7
2.1“问诊”医美机构的野蛮生长历程（1997-2015）	7
2.2 多因素加速行业洗牌，驱动行业健康发展（2015-至今）	10
2.2.1 严监管发力，促进医美机构规范化发展.....	11
2.2.2 互联网+数字化变革有望重塑医美机构的成本结构	12
2.2.3 资本化助力机构扩张，推动行业集中度提升	13
3 医美机构连锁化运营有望破局突围.....	15
4 个股梳理：医思医疗、瑞丽医美、华韩整形、医美国际.....	17
4.1 业务端：外延并购、内生增长步步为营	17
4.2 财务端：销售费用率、管理费用率均呈下行趋势，规模效应显现	19
4.3 医思医疗.....	20
4.3.1 业务端：从医美迈向大健康，脱颖而出	20
4.3.2 品牌端：打造高端品牌矩阵，发挥品牌全局作用	21
4.3.3 人才端：股权激励绑定核心人才	21
4.4 瑞丽医美.....	22
4.4.1 业务端：扎根华东地区，轻医美价值挖掘进行时	22
4.4.2 人力端：管理层从业经验丰富、专业性强	22
4.4.3 品牌端：维护和公关共同发力，塑造良好声誉	24
4.5 华韩整形.....	25
4.5.1 业务端：聚焦美丽经济，逆势开花	25
4.5.2 品牌端：“三级整形外科医院+5A 医美机构+JCI”三大资质彰显硬核实力	26
4.5.3 人才端：背靠南京医科大优质资源，输送专业人才	26
4.6 医美国际.....	27
4.6.1 业务端：与行业周期共振，匠心造美	27
4.6.2 品牌端：定位明确，建立“鹏爱”符号体系	28
4.6.3 人才端：广纳群贤，打造一流人才队伍	28
5 投资建议	30
6 风险提示	30
插图目录	31
表格目录	32

近年来我国医疗美容行业快速增长，越来越多的医美相关标的相继登陆资本市场，目前市场对进入壁垒高、竞争格局好、确定性强的上游原材料和制剂公司关注度较高，也给出了较高的估值水平，而对竞争格局分散，受行业不规范现象影响严重的下游医疗美容机构关注较少。我们认为，未来伴随政策规范、资本助力和互联网垂直平台的兴起，下游医美服务机构竞争格局将趋于稳定，行业基本面有望改善。本文主要对医疗美容机构发展历程和未来趋势进行了重点分析，在此基础上，我们对当前已上市的医美机构进行了梳理对比。

1 供需共振，医美服务行业空间广阔

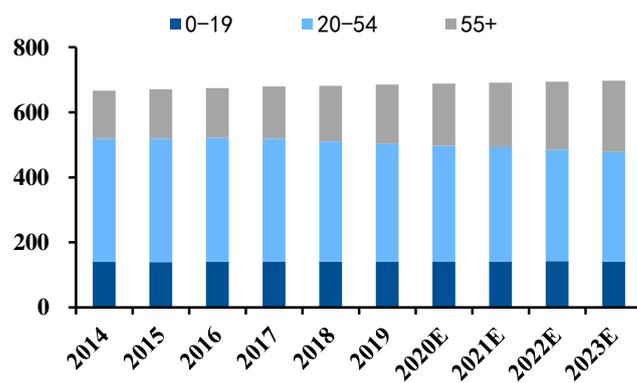
低渗透率+高潜在客群是医美行业增长的最底层逻辑。目前我国医美渗透率仍处于较低水平，根据艾瑞咨询，2019年我国医美人群渗透率仅3.6%，与日本、韩国、美国等医美成熟市场相比依然处于较低水平。根据沙利文分析，其中作为医疗美容服务的消费主力军，中国20-54岁的女性人口数量约3.69亿人，按照更美APP披露的医美平均消费2.2万元/年，远期医美服务市场规模可达8767.44亿元。

图1：主要国家医美渗透率



资料来源：沙利文分析，民生证券研究院

图2：中国医美女性年龄分布（百万人）

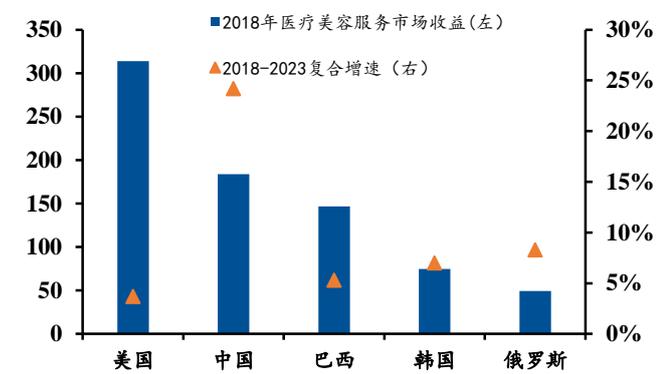


资料来源：沙利文分析，民生证券研究院

供需共振，未来5年医美服务行业仍是具有高成长性的“黄金赛道”，预计2018-2023年拟将以24.2%的复合增速增长。

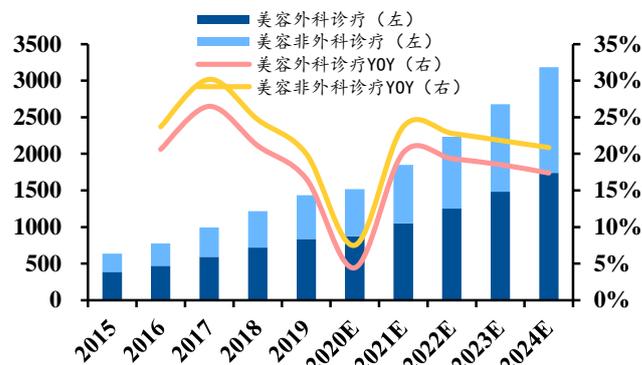
1) 我国医美服务市场规模仅次于美国居全球第二，非手术类型的轻医美提供增长的主要动力。随着我国经济的增长和人均可支配收入不断增加，人们变美的意识快速提升，带动医美市场高速增长，据沙利文分析，2018年中国医美服务市场总收益183.79亿美元，占全球13.5%的市场份额，已成为全球仅次于美国的第二大医美服务市场，预计2018-2023年将以24.2%的复合增长率增长。同时，近年来年轻群体的“悦己”意识强烈，变美核心已由追求容貌结构化的改变转向追寻“自然美”、“抗衰老”的自然个性化变美，见效快、安全性高的非外科诊疗医美更受求美者的青睐，近5年中国美容非外科诊疗医美市场规模复合年增长率达24.6%，较同期外科诊疗类型医美增速更快。预计随着收入水平的提高及医美观念的转变，中国医美市场有望继续复制成熟市场曾经走过的路。（美国近20年医美市场保持增长，且增量绝大部分来自微整形）。

图3: 2018年医美服务市场总收益(亿美元)及增速



资料来源: 沙利文分析, 民生证券研究院

图4: 按美容外科和非外科诊疗市场规模(亿元)



资料来源: 沙利文分析, 民生证券研究院

2) 上游国产药械性价比优势凸显, 国产替代加码引流动力, 未来或将增厚下游机构利润空间。国内医美上游产业经过快速发展, 同种产品理化性状已与进口产品相近, 但价格却差距悬殊, 分品类看: 目前同类型玻尿酸产品的进口价格约为国产的2-3倍; 肉毒杆菌市场中进口保妥适是国产衡力价格的2倍左右; 光电器械方面中国深圳GSD、中国半岛医疗等已打入主流激光医疗设备厂商梯队, 从国产玻尿酸近年来市占率的提升也可窥见国产品牌的竞争优势。现阶段医美机构主要将国产玻尿酸作为引流产品以激发潜在客户需求的释放, 预计随着市场成熟度的提高终端价格回归合理水平后, 国产产品将为下游机构增厚利润空间。根据瑞丽招股书, 目前, 药械成本占医美医疗机构经营总成本的50-55%, 其中玻尿酸占比约60%, 假设全部由国产玻尿酸替代, 则可节省总成本15%左右。

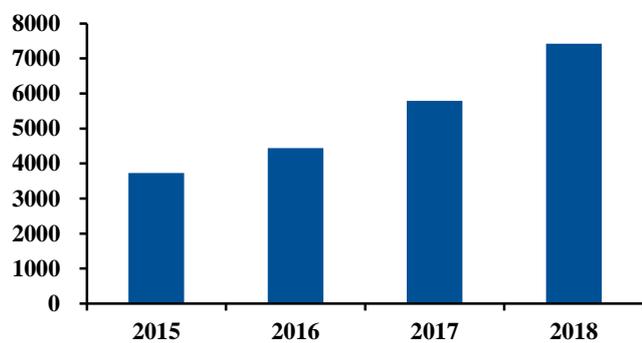
图5: 玻尿酸主要产品介绍

品牌名称	产地	交联方式	交联剂	终端价格元/ml
爱美飞	中国	双向交联	BDDE	1000-3000
瑞兰2号	瑞典	双向交联	BDDE	1800-4000
伊婉volumn plus	韩国	双向交联	BDDE	3000-6000
润百颜白紫	中国	双向交联	BDDE	480-1000

资料来源: 新氧, 民生证券研究院

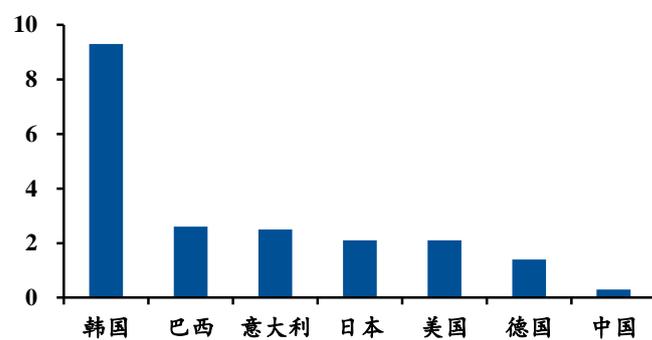
3) 医生是医疗美容服务终端的核心资源, 合格医生的供给与消费者需求的差距正在逐步收敛。医生是技术的主要载体和体现, 技术是医疗美容机构的立身之本, 优秀的医疗美容医生除拥有过硬的专业技能和丰富的临床经验外, 还具备较高的审美品位和良好的沟通能力。然而我国医疗美容注册医师相对稀缺, 根据艾瑞咨询显示, 2018年我国整形医院与美容医生约7419位, 与医美发展相对成熟的国家相比, 我国人均整形外科医生数量远远不足。执业医生资源供给的严重缺口推动医美医生队伍扩增, 2015-2018年整形美容医院执业医生年复合增长率为25.76%, 正规执业医生的数量增长及队伍建设正在逐渐靠拢下游需求增速(22.53%), 医生资源严重短缺的痛点有望缓解。

图6: 2015-2018 年整形美容医院医生数量 (人)



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

图7: 2017 年主要国家每十万人口整形外科医生数量 (人)



资料来源: 沙利文分析, 民生证券研究院

2 千亿盛宴拉开序幕-中国医美行业的前世今生

新世代消费者的理念促使颜值经济崛起，医疗美容成为了新热点。近年来投资者纷纷瞄准“颜值经济”风口下的机会，借势加速入场，从研发新产品、铺设渠道到加大与传统医疗机构合作均有发力，对此我们对医美行业的各发展阶段进行了梳理，并重点剖析了当下布局医美机构的契机如何？相比美国、台湾、韩国等成熟市场，我国医美行业起步较晚，自诞生以来大体经历了四个阶段，**现代整形外科萌芽阶段（1929-1978）**：我国现代整形手术起始于1929年的圣约翰大学医院附属同仁医院（上海），当时整体医疗条件有限，与外科中其他分科（如普外、心外等）相比，并不受重视，截至1978年，我国从事整形外科的医师仅170余人。**美容外科开放和面部轮廓整形发展阶段（1978年至20世纪末）**：改革开放以来，由于国民经济的快速发展和人民生活水平的提高以及求美思想的开放，我国公立医院的整形外科事业走上了迅猛发展的道路，从事整形美容外科的医生和病例增长迅速，在技术积累和普及上也得到了长足的进步。

图8：我国医美行业发展历程



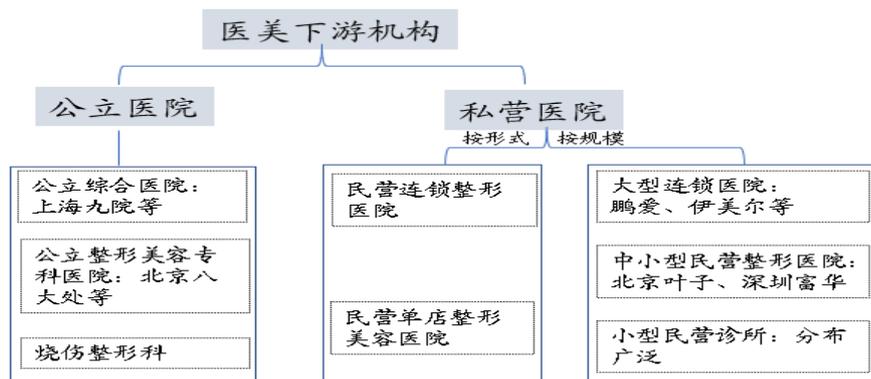
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

2.1 “问诊”医美机构的野蛮生长历程（1997-2015）

民营医疗机构与非手术类型整形美容共同发展阶段（1997-2015年）：1997年开始伊美尔、鹏爱等民营医疗机构随着国家对社会办医政策的放宽开始逐渐切入整形美容市场，我国医疗美容行业步入快速发展期，值得注意的是，这一期间也出现一些无证非法医疗机构分割行业的红利。与此同时，针剂注射和光电技术开始应用在医疗美容中，因诊疗时间短、恢复快、风险低等特点这类非手术型的轻医美项目更受求美者青睐。

公立医院 VS 私营机构。我国整形美容医疗服务机构按所有权性质可分为公立医院和民营医院，其中公立医院包括烧伤整形科、医疗美容市场的公立综合医院和公立整形美容专科医院；民营医院主要包括民营连锁整形美容医院和民营单店整形美容医院，按照规模的大小私营机构可分为大型连锁医院、中小型民营整形医院以及小型民营诊所三类。其中公立医院因定位于基础性医疗服务，医美服务范畴狭窄，并且一直以来由于体制、管理等方面的制约，发展速度缓慢，据国家卫计委披露，公立整形美容专科医院数量近几年一直维持4家左右。

图9：我国医美下游机构分类



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

民营医疗美容机构得到大力支持和推动，进入快速发展期。为缓解公立医院就医压力和国内医疗需求外流现象，2009 年开始国家出台了一系列政策鼓励民办医疗的发展，允许高水平社会办医机构可根据消费升级趋势，提供个性化高端服务，增强医疗服务竞争力；允许医生在获得所在医疗机构批准后，可在两个以上医疗机构从事诊疗事物；支持投资建立品牌化、高端化、国际化、集团化的专科医疗集团；此外，还简化了医疗审批材料，大大降低了社会办医的门槛，我国医疗美容行业步入快速发展期。

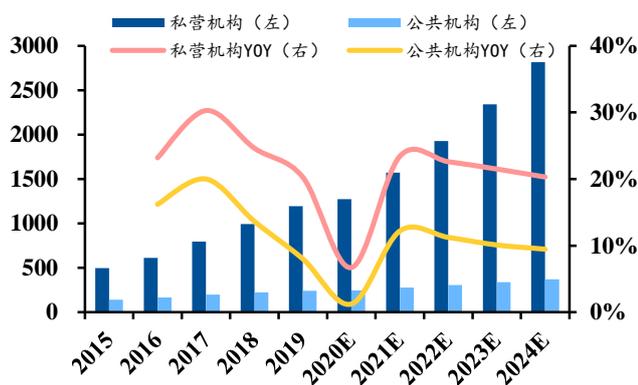
表1：主流医美机构营业数据介绍

时间	法规名称	具体内容
2009/3/17	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	鼓励私人资本投资医疗机构（包括外国投资者投资）、发展私立医疗机构及透过私人资本投资改革公立医疗机构。1) 政府机构与公立医疗机构分开；2) 营利性机构和非营利性医疗机构分开；3) 公立医院的资助与运营分开。
2013/09/28	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	鼓励私营部门透过新建及参与改制等多种形式投资医疗服务行业；进一步放宽对中外合资、合作医疗机构的监管，允许全外资医疗机构参与试点计划。
2013/12/30	《关于加快发展社会办医的若干意见》	规定支持私立医疗机构发展的政策。1) 逐步放宽外资投资机构的要求，允许香港、澳门及台湾合资服务提供商于中国地级市设立独资医院，并允许其他合格的境外资本与中国（上海）自由贸易试验区等特定区域设立独资医院；2) 放宽对服务业的规定，允许社会资本投资未明确禁止的领域 3) 放宽民营医院配置及使用大型医疗设施的规定并加快民营医院建立及运营的审批程序。

资料来源：卫健委官网，民生证券研究院

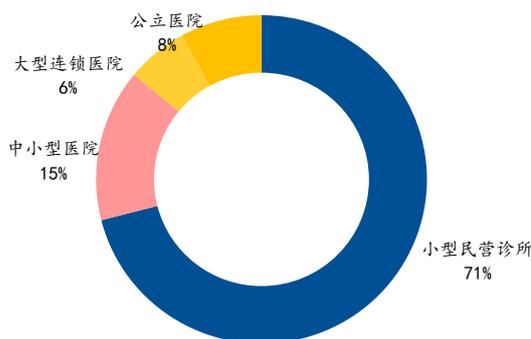
私营机构成为医美服务行业的中坚力量，但竞争格局高度分散。受不断增长的医疗美容需求推动，私营机构收入规模占医疗美容服务市场相当大比重，据沙利文分析，2019年私营医美机构收入高达1193亿元人民币，占整体市场比重的80%，增速远高于公立机构。从机构数量上来看，截至2019年我国有超过13000家医美机构（艾瑞咨询），其中小型民营诊所占据71%的市场份额。此外，根据《中国医美“地下黑针”白皮书》，医美市场还生存着超60000家的无执照的“黑医美”，质量参差不齐，导致整个医美市场大而分散。

图10：按公共及私营划分医美市场（亿元）及增速



资料来源：沙利文分析，民生证券研究院

图11：2019年中国医疗美容机构类型占比



资料来源：沙利文分析，民生证券研究院

私营医美机构的野蛮生长，也导致行业乱象丛生，品牌形象难以树立，成为制约我国医美服务行业机构做大的主要因素：

1) **非法执业现象严重，市场秩序混乱。**庞大医美需求和正规机构及医生培养和数量增长的不匹配，同时获利和违法成本不成正比，监管难度大等因素助长医美行业乱象丛生，在机构、医生和药械的合法化方面均出现了严重的不规范现象。**黑医生：**无证人员非法上岗，根据《中国医美“地下黑针”白皮书》，我国医美行业合规从业者月17000名(医生+咨询师)左右，而非法执业者数量超过150000人，为合规执业者的9倍；无牌照的医生缺乏正规的职业教育，导致医疗事故频发。**黑机构：**无证经营或者证照不全的情况下经营的医美机构，通常规模较小，藏身于生活美容和写字楼中，存在消毒不到位和一次性器械重复使用等安全隐患。**黑药械：**主要包括水货和假货两种类型产品，水货指无正规销售代理、被偷运入中国市场的药品，售后无保障，假货指与正品完全不符的药品，成本通常极低，据更美黑皮书统计，我国黑机构医疗事故中假药过敏占比14%。目前在市场上流通的玻尿酸、肉毒素等药品，水货、假货占比约为70%，流通渠道包括网络平台、微信公众号、黑诊所、朋友圈等。

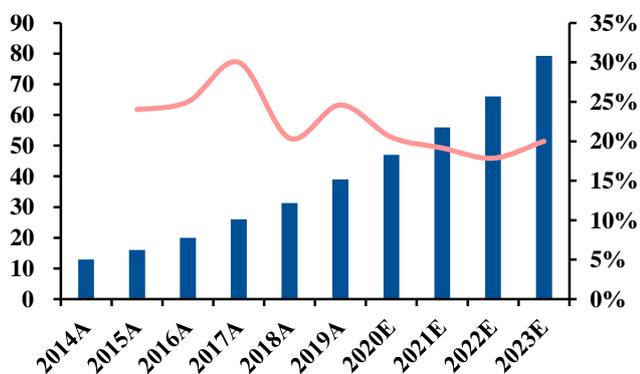
图12：正规医美 VS 非法医美



资料来源：艾瑞咨询，中国医美“地下黑针”白皮书，民生证券研究院

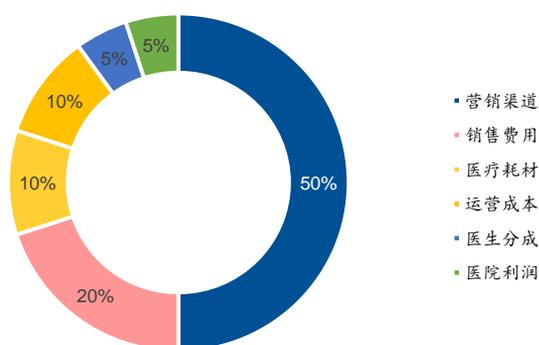
2) 过度依赖营销，多数私营机构陷入高毛利低净利的困境。通过主流的几家医美机构披露的数据，可以发现医美机构的毛利率水平基本在 50%以上，但净利率却只有 10%左右，有的甚至为负。究其原因，私营医美机构不同于公立医院天然具有良好的声誉保证，对营销宣传等手段具有极强的依赖性，尤其是户外展位、电视广告、明星代言和搜索引擎广告，营销渠道和销售费用合计能占到总成本的 70%以上。与此同时，行业内同质化的竞争愈发严重，激起激烈的“价格战”，正规机构也不得不通过低价微整形引流，低价引流+疯狂打广告共同挤压医美机构的利润空间。

图13：中国医美行业获客支出规模（亿元）及增速



资料来源：沙利文分析，民生证券研究院

图14：医美机构主要成本结构



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

2.2多因素加速行业洗牌，驱动行业健康发展（2015-至今）

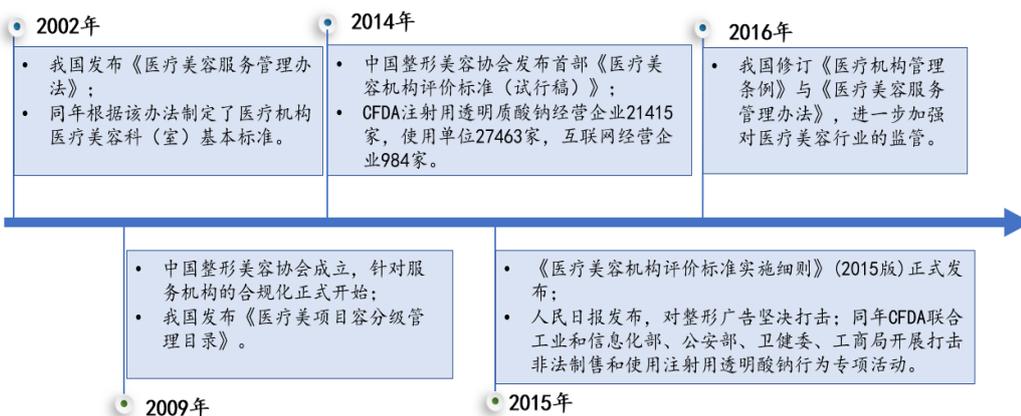
严监管+互联网垂直平台兴起+资本化加速驱动医美机构集中度提升（2015-至今）：年轻求

美者增多，逐渐成为“医美主力军”，对“美”的要求越来越高，医美项目不断精细化，技术日趋成熟。同时监管不断趋于严格，互联网医美 APP（新氧、更美等）普及，相关公司拥抱资本化浪潮，行业并购整合频繁。

2.2.1 严监管发力，促进医美机构规范化发展

以 2017 年 5 月和 2020 年 4 月为界限，我国医美行业的监管可分为三个阶段。1) 探索阶段：早在 2002 年我国即开始出台医疗美容服务管理办法、机构标准、分级管理目录等规范行业健康发展，但力度相对较小；2) 严厉整顿阶段：2017 年国家开始大规模开展打击非法专项行动，我进入严厉整顿阶段，2017 年 5 月至 2018 年 4 月，国家卫生健康委、中央网信办、公安部等 7 部门联合部署开展了为期一年的严厉打击非法医疗美容专项行动，分别针对黑机构、黑药械、黑培训以及虚假营销做出了整顿，共破获涉医刑事案件、涉药品安全案件 1219 件，抓获犯罪嫌疑人 1899 名，捣毁制售假药黑窝点 728 个，总涉案金额近 7 亿元。3) 试点行业监管长效机制：2020 年 4 月 8 日，8 部门联合下发了《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》，对行业规范、行业自律、监管和社会监督做出了明确的规定。

图15：2002-2016 年医美行业的监管



资料来源：国家卫健委，民生证券研究院

表2：从 7 部委到 8 部委国家层面医美监管情况

时间	事件	具体内容或成果
2017 年 5 月	国家卫生健康委、中央网信办、公安部等 7 部门联合部署开展了为期一年的严厉打击非法医疗美容专项行动。	<p>1、对黑机构的打击：卫生健康部门检查医疗机构 40878 家，责令 31 家停业整顿，查处违法违规案件 843 件，吊销医疗机构诊疗科目或《医疗机构执业许可证》28 家；检查生活美容等其他机构 75675 家，查处非法开展医疗美容案件 2772 件，移送司法机关涉嫌犯罪案件 139 件。共计罚没款 3809 万元。</p> <p>2、对黑药械的打击：药监部门检查药品、医疗器械生产经营企业 103362 家，查处违法案件 1769 件，责令停产整顿 184 户，吊销行政许可 7 家，罚没款 1130 余万元，移送司法机关涉嫌犯罪案件 139 件。全国海关立案侦查、调查各类透明质酸钠、胶原蛋白、肉毒毒素等走私违法犯罪案件 912 起，案值共计 8832 万元，偷逃税款 981 万元。</p> <p>3、对黑培训的打击：整治违规医疗美容培训。人力资源社会保障部门共检查职业技能培训机构 5143 家，责令 47 家机构改正，2 家停业整顿，查处违规开展医疗美</p>

容培训案件 25 件，罚没款 8.7 万元。

4、对虚假营销的打击：查处违法医疗美容广告和互联网信息。市场监管部门检查医疗美容广告 29878 条次，责令 743 条医疗美容广告予以改正，51 家机构停业整顿，查处违法医疗美容广告 251 件，罚款 270 万元。网信等部门检查互联网医疗美容相关信息 19612 条次，责令 77 条信息予以改正，查处案件 55 件，罚没款 30 万元。

2020 年 4 月 国家卫健委联合八部委发布《关于进一步加强医疗美容综合监管执法的通知

1、三个规范：规范医疗美容服务；规范药械和生产经营使用；规范医疗美容广告发布。重点强调，任何单位和个人不具备法定条件，不得开展医疗美容服务，未取得注册批准的产品不得上市，不得将药品和医疗器械销售给无合法资质的使用单位，非医疗机构不得发布医疗广告。

2、行业自律：各地各部门要积极培育医疗美容和生活美容相关协会等行业组织发展壮大，支持相关行业组织发挥行业自律作用。《通知》强调，进一步完善行业管理，推进行业自律制度化，督促行业会员加强医疗质量和安全管理，严格依法执业，加强医美科普教育，定期向社会发布医疗美容典型案（事）件，及医疗美容相关手术和医疗器械相关风险警示。生活美容机构不得开展医疗美容服务。

3、加大监管：着力加大政府监管力度，各地各部门强化联动。健全信息沟通机制，创新监管手段，严格监督执法，加强行政执法与刑事司法衔接，严厉打击非法医疗美容，开展医疗美容服务项目备案，推动公开执业信息，**严厉打击无证行医，严查违法违规执业行为，严厉打击生产销售假药、劣药、非法行医等犯罪活动**，加大药品和医疗器械进口监管力度，**严厉打击走私药品和医疗器械行为**，依法查处不符合法定要求的药品和医疗器械。

4、社会监督：各地各部门要进一步加大信息公开力度，在当地有影响的媒体、网站和行政部门官网网站上及时公布医疗美容相关的行政执法信息；医疗美容机构要及时、全面公开医疗美容服务相关执业信息，方便公众查询；各地各部门要强化社会监督，探索建立医疗美容有奖投诉举报制度，拓宽投诉举报渠道，完善社会监督机制。

资料来源：政府文件，民生证券研究院

2.2.2 互联网+数字化变革有望重塑医美机构的成本结构

转型路上渠道率先变革。2007 年以前医美机构仅通过向传统媒体投放广告来传播品牌，这种方式花费高，并且投入产出比逐年降低；2007-2015 年，是重金营销、百度竞价时代，受舆情影响较大；2015 年魏则西事件后百度维权，电商时代来临，医美机构可通过各大垂直移动互联网平台、自媒体等多渠道营销。新氧、更美等互联网医美平台的出现，**一方面**将求美者和医美机构有效连接，通过 PGC 端打造新媒体矩阵，全面普及医美知识，降低了信息不对称性；**另一方面**相对低廉的营销费用望缓解医美服务行业高营销成本的痛点，根据艾瑞咨询数据，互联网垂直平台的营销费用不足传统广告费用的一半；**同时**无资质的医美机构无法在互联网垂直平台注册宣传，有望促进“黑医美”的出清。

表3：主流医美垂直类平台对比

	传统广告导流	互联网平台导流	机构及其他方式倒流
运营方式	传统媒体、户外、搜索引擎	医美 APP、自媒体、信息流、转诊平台	美容院、KOL、异业合作等
花费占比	60-90%	10-40%	按分成收取费用，比例通常为收费的 30-70%
适用机构	大型连锁，如美莱、伊美尔、艺星	适用于直客类中小型医院、门	美容院转诊多适用于渠道医院

等	诊部、诊所等多种机构、如联合丽格、近期大型机构也在尝试，效果显著	
获客效果	提升机构曝光	营销方式多样、可以打造明星 IP 医生或者旗舰店 客户信任度高、客单价高
局限性	投入产出比逐年降低，受舆情影响较大	目前覆盖主要以年轻人为主 渠道依赖强、客户随渠道流动，覆盖有限
案例	机场、电梯 LED、百度竞价	信仰、悦美案例展示等、微博、小红书、美呗转诊等

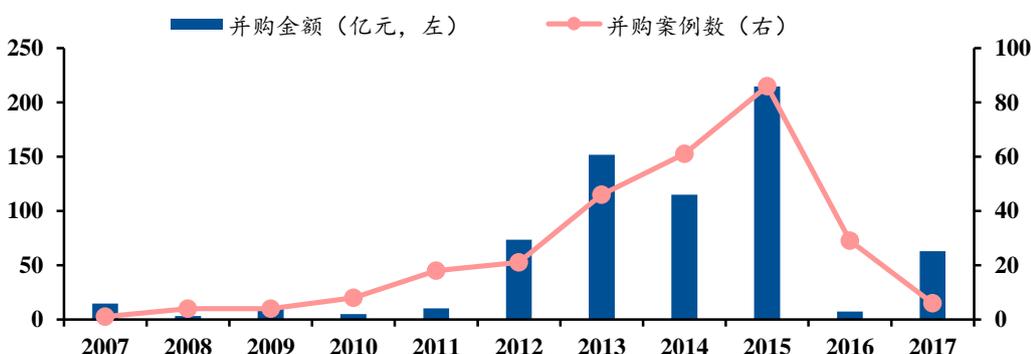
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

数字化变革助力医美机构运营从粗放至精细化升级。国内医美行业整体信息化水平较低，并且长期受制行业成长历史（重度营销）和机构决策者认知影响，多数医美机构选择尽量无运营以压缩管理成本，然而，随着消费者的多元化、复杂化和机构规模的扩大，传统的接待咨询等运营方式出现了局限性。有助于提升管理效率和低客户管理成本的信息化方式逐渐被看好，在信息化的过程中，机构可以根据数据围绕客户需求进行多维度的精细化运营管理。其中大型机构多选择自我研发管理系统，比如联合丽格开发优丽格 HIS 系统、致远移动协同系统，预计未来将有更多的机构采用数字化管理方式提高管理效率。

2.2.3 资本化助力机构扩张，推动行业集中度提升

收并购成为跨界资本和现有区域医美龙头扩大规模采用的主流手段。新医疗美容医院的开设一般涉及若干步骤（战略规划、市场调研、选址、可行性研究、监管审批流程、经营场所的建设及装潢、招聘必要人员，购置设备及物料等），根据当前市况，整个流程一般需要一至两年方能完成。相比较之下并购现有医美终端速度快、风险小，可快速形成规模。**资本化对企业来说也是走上合规化的新起点**，这是因为资本化过程中对医美机构事故，商家资质、手术风险等均需严格的核查，并且需更加完善的信息披露，行业透明度有望再提升。根据清科研究院数据，2012 年开始我国医美行业开始兴起并购潮，并且医美行业整合节奏正在加速，2020 年受疫情影响，不少医美机构因经营不善开始出售转让，为准备布局或进一步扩张的资本再献良机，预计将有大型医美集团的诞生并推进行业的规范化发展。

图16：2007-2017 年医疗美容行业的并购金额和数量

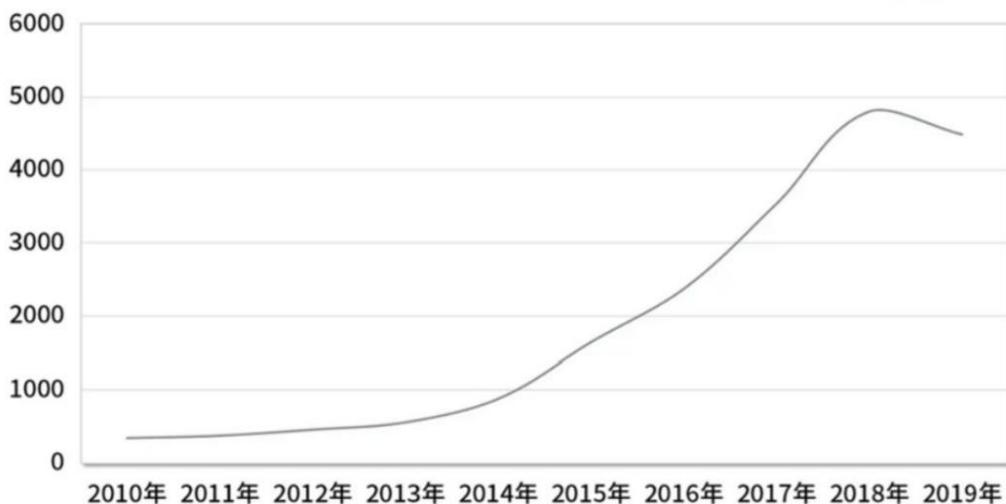


资料来源：清科研究院，民生证券研究院

小结：受上述因素影响，不合规的企业有望被加速出清，市场份额逐步向正规机构集中。

一方面，打击非法专项行动过程中政府查处了大量的“黑机构”；另一方面，机构扩张的过程中长尾医疗机构利润收窄优胜劣汰出局。根据前瞻产业研究院数据显示，2017年以后，注销的医美企业显著增多，并且在2018年3月以后激增，2018年共注销34508家医美企业，约为2016年的3.8倍；同时，新增企业注册量于2019年开始出现拐点，当年新增企业数4482家，同比下滑约10%。医美机构进入了整合与调整阶段，短期来看，非正规医美机构占据的大部分现有市场份额有待转移至正规医美机构；长期来看，非正规医美机构将被持续取缔，正规医美机构将突出重围。

图17：国内医疗美容相关企业新注册量变化

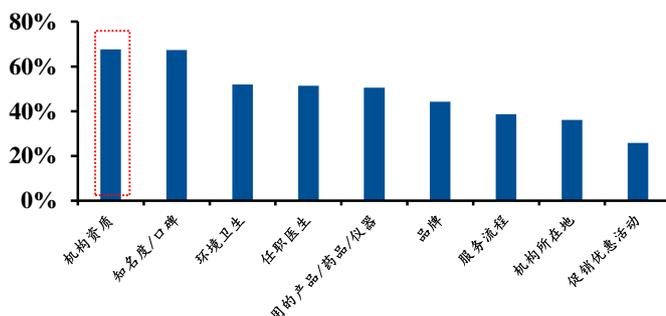


资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

3 医美机构连锁化运营有望破局突围

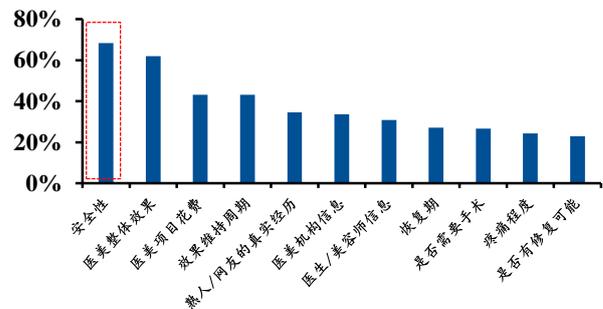
鱼龙混杂的医美行业蕴含着品牌塑造的核心机会。医疗美容消费注重体验感和安全性，各医美机构在项目方面差异越来越小，预计随着市场的变化，未来竞争会从竞价的环境中升级到对消费者需求认知的比拼，卓越的品牌能减少客户的选择成本，增加顾客粘性强度，最终形成一定的溢价，成为企业壮大的最坚固驱动力。根据前文总结的医美服务行业的特点，打造医美机构终端品牌效应需要解决行业两大痛点：1)解决管理、服务、技术、品牌、达标准化难题，尤其是突破优质整形医生资源瓶颈，实现医美技术的标准化复制；2)降低获客成本：以信任、口碑提升品牌美誉度，降低获客成本，提高消费频次，增强客户粘性。因此具有标准化、专业化、简单化集团连锁化形式将是行业发展的主要方向，大型连锁医院凭借资本实力和规模化效应有望获得更大市场份额。

图18：2020年医美用户选择机构的考虑因素



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图19：2020年中国医美用户关注信息



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

连锁医疗美容机构是个性化和标准化的结合体。医疗美容连锁依风险级别不同而设定不同的连锁模式，有些连锁机构为了回避风险，会采用不同的字号或品牌，传统的医疗美容连锁通常是直营连锁，即投资人绝对拥有下属机构的控制权，医生作为雇员而存在；自由连锁方式(联合丽格)：医生的个人品牌在前，统一品牌在后，但是在部分环节上，仍然具有一定的直营式连锁色彩。与牙科和眼科等专业连锁医疗机构相比，医疗美容机构标准化复制的难度更大，这是因为医疗美容过程是个性化的，不同客患治疗方案不同，受求美者自身条件、医患双方的审美观、医生专长与客患的消费能力制约，服务内容上无法做到简单的一致，目前的医美连锁机构主要是从管控模式、服务流程和价格等标准化的难度相对较小方面入手，初步发挥连锁化模式的规模化效应、口碑打造和招募优秀人才的优势。

图20：医美机构连锁化的优势

医美机构连锁化的优势

• 规模化效应

通过连锁经营可以实现标准化分工，并且有一定的规模效应，采购原料和上游产商有议价能力、广告投放更为有效

• 口碑打造

连锁化经营有利于打造品牌知名度，保障性更高、在宣传推广过程中更容易让客户接受，提高复购率

• 招募优秀人才

优秀的医生选择平台不仅仅是看薪水的高低，更注重未来在平台上学习和成长空间。大部分连锁机构会定期让优秀的医生去海外学习和培训，加强医生之间的沟通交流，来帮助医生更好地成长

资料来源：德勤，民生证券研究院

4 个股梳理：医思医疗、瑞丽医美、华韩整形、医美国际

4.1 业务端：外延并购、内生增长步步为营

优秀的医疗服务连锁企业是良好单体和规模化经营的统一体。目前我国上市可比公司为香港医思医疗、瑞丽医美、华韩整形、医美国际和朗姿股份，因朗姿股份服装业务占比较大，故不做具体分析。通过比较，发现几家机构均是通过外延并购和自建诊所的方式逐步实现扩张，同时均注重人才绑定和品牌的建设和维护。其中，医美国际规模最大旗下机构数量最多、覆盖范围广，医生队伍壮大。从主营业务上看，除了瑞丽外，均立足于医美后向综合医疗方向去拓展。

医思医疗：医思医疗于 2005 年在香港成立医美中心 DR REBORN，此后逐步发展，逐渐成为香港具有领导地位的综合医疗集团，公司自 2016 年上市以来，多次进行大范围收购计划，扩大营业范围和企业规模，公司在全国共 60 家分支机构（香港 45+内地 15 家）。主营业务主要包括医疗、准医疗及传统美容服务，销售护肤及美容产品，健康管理服务，市场营销服务 4 个部分。

瑞丽医美：合理规划，稳扎稳打扩大区域影响力。瑞丽医美于 2008 年 8 月在杭州成立，按 2019 年医疗美容服务收益计，公司在杭州市及浙江省的所有私营医疗美容服务提供商中分别排名第四位和第五位，是浙江省的领先医疗美容服务提供商，旗下共拥有 4 家医美机构，分布在浙江和安徽两省，其中杭州瑞丽为公司贡献过半的业绩；此外，瑞丽医美计划 2023 年二季度于上海再成立一家医疗美容医院，并致力于将其打造成 5A 级标准的医疗美容机构（目前上海仅有两家），以进一步扩大业务加大品牌影响力。

华韩整形：医美领域领跑十年，1+N 发展模式部署全国。华韩整形美容医院控股股份有限公司成立于 2010 年，旗下医院主营业务板块为整形科、美容皮肤科和牙科。公司采用以南医大学友谊整形外科医院为核心高地，设立城市医院+医院门诊部的协同发展模式部署全国。截至 2020 年 12 月，公司在全国范围内共有南医大学友谊整形外科医院、北京华韩医疗美容医院、青岛华韩整形美容医院等 6 家重点城市医院。此外，公司在江苏地区扬州、常州、无锡、苏州和盐城共设立 5 家医院门诊部，全国部署计划已初见成效。

医美国际：以旗舰医院+卫星诊所+社区诊所方式为主要发力点，医美国际控股集团有限公司为鹏爱医疗集团的境外实体，是业内知名整形外科医生周鹏武于 1997 年创立，2019 年在纽约纳斯达克交易所上市，集团现有 30 家医疗美容中心，分布中国内地、香港、新加坡的等地区，形成了以华南、华东为中心，向西南、华北辐射的战略布局，2020 年陆续收购了四家医美公司，公司已经具备了强大的资源整合能力。

图21: 上市医美公司简介

连锁机构	成立时间	主营业务	医生数量	最新机构总数	医院数量	门诊数量	地理位置
华韩整形	2010	整形科、皮肤美容科、牙科	142	11	6	5	北京、青岛、成都、四川和南京
医美国际	1997	手术类医美、微整形、能量治疗	154	30	16	14	涵盖大陆15个城市, 在新加坡和香港均有布局
瑞丽医美	2008	美容外科服务、微创美容服务、皮肤美容服务、医疗美容管理咨询服	64	4	2	2	杭州、芜湖和温州
医思医疗	2005	美学医疗服务、医疗服务、美容及健康服务、护肤、保健及美容产品	96	60	-	-	香港、深圳、广州、澳门、重庆、上海

资料来源: 各公司官网, 民生证券研究院

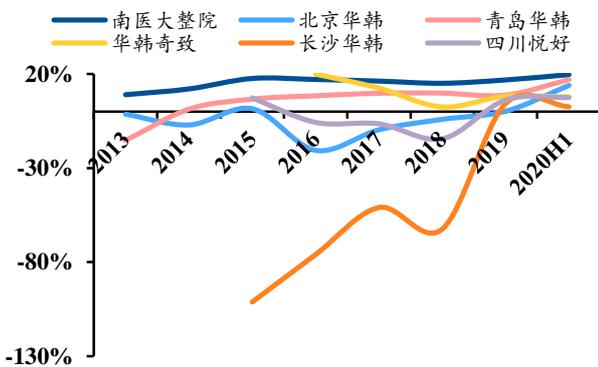
疫情之下医美机构加速投资和收购步伐, 提升品牌影响力和扩展业务范围。2020 年内朗姿收购了深圳米兰柏羽医学美容医院、四川晶肤医学美容医院有限公司等 6 家医美机构的 30% 股权, 实现 100% 控股; 医美国际与广东韩妃达成战略合作, 广东韩妃将正式成为其旗下新成员, 其中广东韩妃目前分别在广州、中山、珠海三地开设了 4 家美容机构, 提供包括外科医疗美容、非外科医疗美容以及其他美容服务。就投资回报情况而言, 医疗美容机构的投资回收期因机构规模、经营模式、经营特点、品牌声誉、营销策略开支不同而不同, 2011-2016 年, 华韩整形旗下 5 家医院经过 4 年发展逐渐进入利润释放期, 营业收入稳步增长, 净利率均转正, 规模相对较小的瑞丽医美旗下共 4 家整形美容机构收支平衡期约为 2 年, 投资回收期大约为 3.5 年, 预计随着行业洗牌的加速推进, 集中度的提升, 优质机构的投资回收期会有所缩短。

图22: 主流医美连锁机构的并购之路

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
华韩整形	南京友谊医院 (85%)	青岛华韩	北京华韩			四川悦好 长沙华美 南京奇正					
瑞丽整形								广州英杰仕 瑞安瑞丽 芜湖瑞丽 杭州瑞丽	瑞丽器械		
医美国际					长沙鹏爱上海鹏爱			广州鹏爱			中山韩妃 珠海韩妃 广州韩后 广东韩妃 昆明靓颜口腔诊所 昆明靓颜医疗美容
朗姿股份						四川米兰柏羽 (63.5%) 深圳米兰柏羽 (70%) 四川晶肤 (70%) 重庆晶肤 (70%) 长沙晶肤 (70%)				西安美立方 (60%) 咸阳美立方 (18%)	四川米兰柏羽 (收购少数股权) 深圳米兰柏羽 (收购少数股权) 四川晶肤 (100%) 重庆晶肤 (100%) 长沙晶肤 (100%) 西安晶肤 (100%)
医美医疗						创金汇 Good Union Medical Limited (GUM) Wanna Fly		牙科服务连锁店 外展复康服务	西安高一生 宝瑞高一生 香港骨科及手法治疗中心 北京医美服务中心 PrimeCare 数码营销公司		New Medical Center Limited

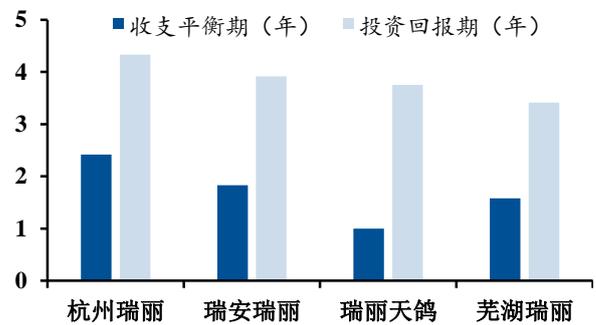
资料来源: 各公司官网, 民生证券研究院

图23：2013-2020H 华韩旗下医院净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图24：瑞丽医美下属医院经营情况

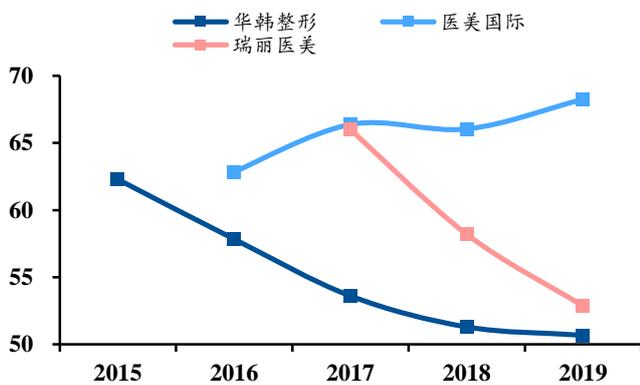


资料来源：瑞丽招股说明书，民生证券研究院

4.2 财务端：销售费用率、管理费用率均呈下行趋势，规模效应显现

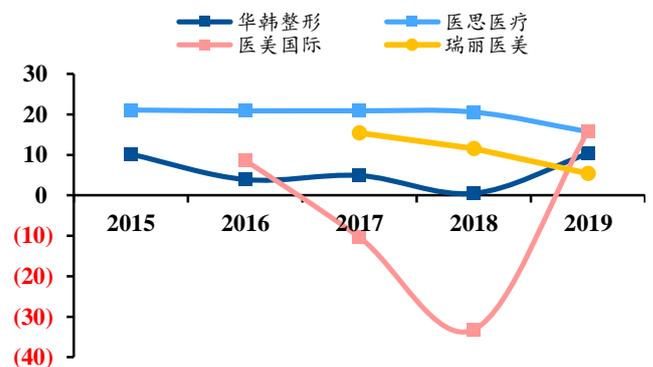
1) 盈利能力：行业普遍毛利率水准在 50%-70% 之间，净利率根据机构的不同阶段集中在 5%-16% 之间。随着低毛利的非手术医美业务收入占比的提升和终端激烈的价格战导致行业整体毛利率水平稳中有降，其中华韩毛利率低于同业可比公司，主要是因为华韩整形类业务毛利率水平较同业偏低，2020 年上半年手术类和非手术类毛利率相差仅为 1%。

图25：2015-2019 年销售毛利率 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

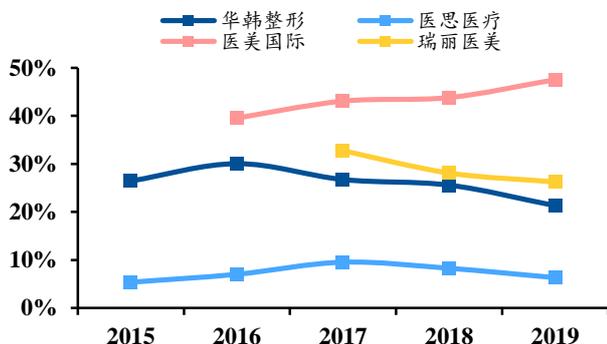
图26：2015-2019 年销售净利率 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

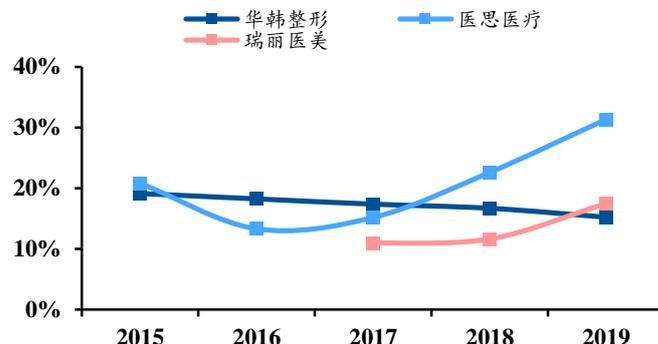
2) 运营能力：销售费用率在 30%-50% 之间，管理费用率则在 10%-30% 不等。相对香港成熟市场，内地医美行业的获客营销成本有 10%-30% 的下行空间，销售费用率除医美国际外均有所下降，主要受益于：1) 营收增长稳步增长，规模效应显现；2) 品牌力提升，口碑积累，复购率高，拉新成本降低。管理费用方面，随着数字化管理的普及，持续优化管理模式，管理费用率总体呈下降趋势。

图27：2015-2019年销售费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

图28：2015-2019年管理费用率



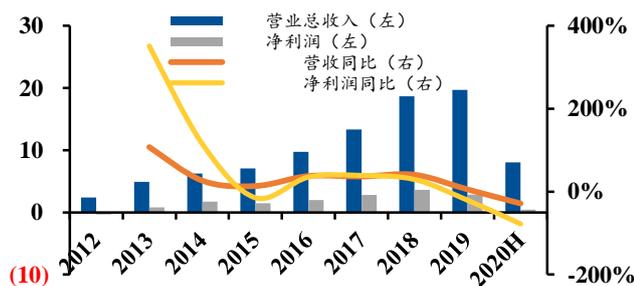
资料来源：wind，民生证券研究院

4.3 医思医疗

4.3.1 业务端：从医美迈向大健康，脱颖而出

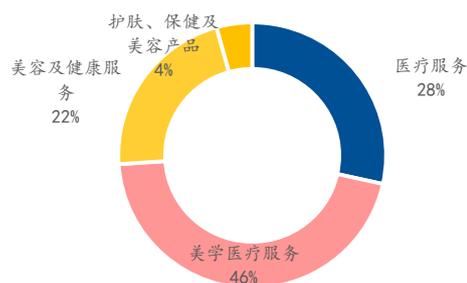
由“单轮”驱动向“双轮”驱动，打造有“医美+多专科”的立体形态。医思医疗于2016年在香港联交所主板上市，上市后公司多次进行大范围收购以扩大经营范围和规模，公司已成为香港地区面向全国消费者的大健康一站式服务基地，近年来消费水平以及人次推升公司营收以及净利润同时增长，2019年医思医疗的营收为18.36亿人民币，同比增长39.19%，净利润增速自16年上市后有所提升。分业务来看，除医疗美容业务外，公司自2016年开始提供脊髓神经治疗、骨科等综合科目，医美核心业务进一步升级的同时，当前公司在专科治疗方面也已经步入正轨，此外还新增了健康管理服务。

图29：2012~2020H 医思医疗收入情况（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

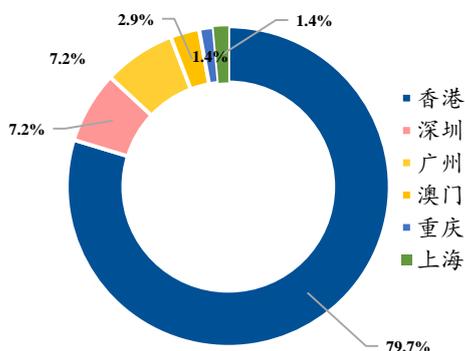
图30：2019年医思医疗收入构成



资料来源：Wind，民生证券研究院

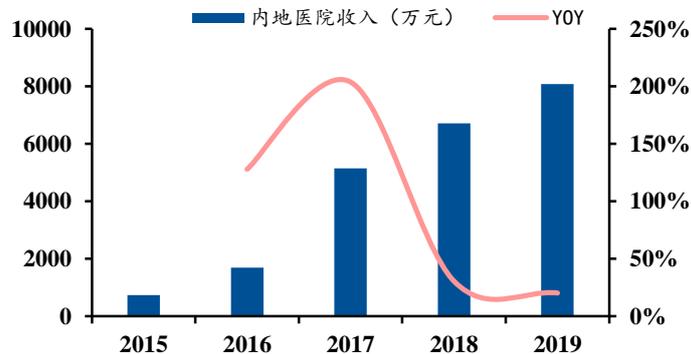
立足香港、辐射全国，内地收入持续上升。医思医疗的经营医院主要分布在香港，近年来逐渐由香港向珠江三角洲及内地扩展，公司在香港经营医疗美容10余年，相对内地的机构技术水平、运营和销售体系更为完善，在内地市场的发展的前景广阔。2015-2018年内地收入复合增速达100.23%，可见其影响力足以辐射内地的求美者，受疫情和香港旅游环境恶化的影响，预计回流到内地医思医疗的客户未来将进一步增加。

图31: 医思医疗各地收入占比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图32: 医思医疗内地医院收入



资料来源: Wind, 民生证券研究院

4.3.2 品牌端: 打造高端品牌矩阵, 发挥品牌全局作用

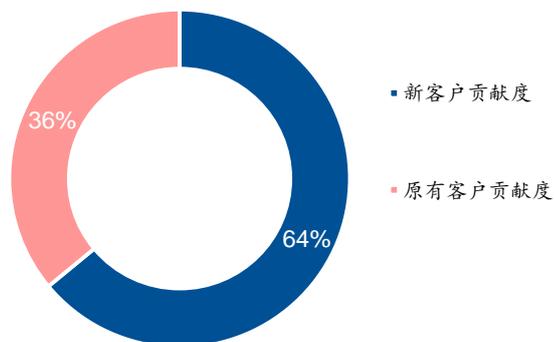
以高质量的服务打造品牌效应, 提升客户粘度。2012 年公司在朗豪坊设立首家美容中心旗舰店, 并推出皮肤护理及美容产品系列 PRODERMA LAB, 成功打造出知名医美品牌 DRREBORN, 医思医疗以医美为核心定位高质量致力于为客户提供专业、安全、有效的服务, 引进高水平的医生、对营业场所进行翻修扩建、采用高品质医疗器械医提升服务品质。通过长时间的积淀, 其品牌已经成为企业最坚挺稳固的驱动力, 2019 年医思医疗原有客户对公司收入的贡献率达到 64%, 反映出了对公司医疗技术和服务质量的认可。

图33: 医思医疗旗下品牌



资料来源: 医思医疗官网, 民生证券研究院

图34: 2019 年新老客户收入占比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

4.3.3 人才端: 股权激励绑定核心人才

员工薪酬开支占比较高, 医生开支占比逐年提升。医思医疗提供具有竞争力的薪酬待遇, 以及公平和谐的工作环境, 并且公司于 2020 年 4 月开始施行持股管理人计划, 对表现优秀的员工提供购股权, 通过股权激励绑定专业才能和丰富经验的人员。此外, 公司为员工提供定期培训, 提升员工的知识和技能水平。截至 2020 年 3 月 31 日, 公司在香港, 澳门和中国内地共聘用约 1617 名员工, 其中注册医生 96 名, 约占 5.94%; 医疗专业人员 86 名, 占比 5.32%; 客户经理 286 名以及已接受培训的治疗师 374 名, 人力资本充足。

图35: 医思医疗成本构成



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图36: 医思医疗股权激励详情

	获邀总人数	参与总人数	参与比例
董事会	2	2	100%
医疗专业人员及管理层	57	40	70%
其他人才	76	71	93%
总计	135	113	84%

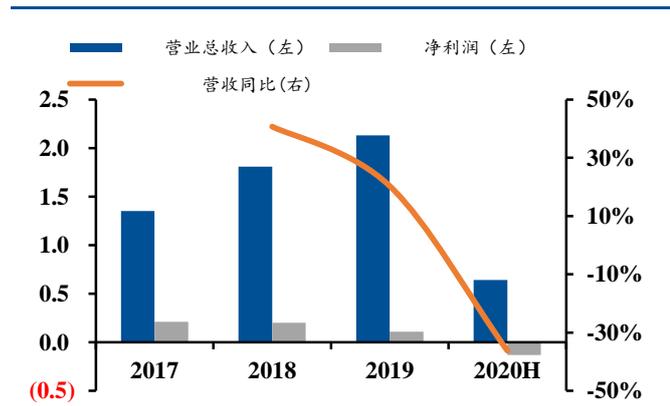
资料来源: Wind, 民生证券研究院

4.4 瑞丽医美

4.4.1 业务端: 扎根华东地区, 轻医美价值挖掘进行时

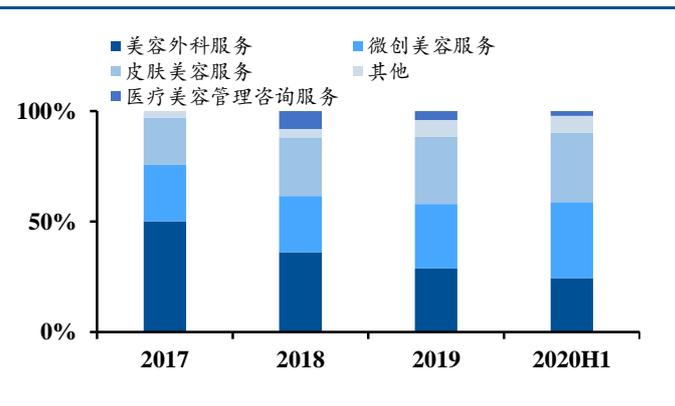
顺势而为, 大力发展轻医美业务。瑞丽主要以医疗美容服务和医美管理咨询服务两项业务为主, 其中医疗美容服务包括美容外科服务、微创美容服务(轻医美)和皮肤美容服务, 近年来随着技术的成熟和“颜值经济”的兴起, 求美者对安全性高, 见效快的非手术类型的轻医美项目更为垂青, 公司的轻医美和皮肤美容服务业务近年来增长强势; 同时, 高风险、高毛利的手术类项目收入占比出现了下滑, 叠加公司在市场推广等营销项目上投入较大, 公司在收入保持稳定增长的同时, 利润却出现了较为严重的下滑, 2019年瑞丽实现收入 2.13 亿元, 同比增加 20.29%, 实现净利润 0.11 亿元, 同比下降 44.57%, 2020 上半年, 受疫情影响较重, 利润端出现了亏损状态。

图39: 瑞丽医美分项目收益(亿元)



资料来源: 瑞丽医美招股说明书, 民生证券研究院

图40: 瑞丽医美分项目收益占比



资料来源: 瑞丽医美招股说明书, 民生证券研究院

4.4.2 人力端: 管理层从业经验丰富、专业性强

金戈铁马铸辉煌。瑞丽医美的主要管理人员在进入集团前均在大健康领域就职数十年; 其中执行董事傅先生和执行董事宋先生均有医学专业背景加持, 管理经验丰富, 对医美行业有着系统性和前瞻性的认知。除管理层外, 瑞丽拥有战斗力强大的医疗团队, 包括 103 名医务人

员和平均行业经验约 12 年执业医师六十余位，并通过高薪资和定期培训保证人员稳定的同时提高医生技能。经管理层与医技人员的共同努力下，公司旗下的杭州瑞丽于 2018 年被中国整形美容协会评为“5A”级（最高级）机构，足以证明其在管理标准、安全性、临床技术及服务质量等方面的前沿性。

表4：瑞丽医美管理层介绍

姓名	职位	角色及职责	加入集团时间	相关从业经历
傅海曙先生	主席兼执行董事	整体管理、决策及策略规划	2008/08	<ul style="list-style-type: none"> ● 1999 年 7 月毕业于上海医科大学（现称复旦大学上海医学院）、 ● 临床医学专业； ● 1996 年 12 月至 2007 年 12 月，于瑞安市红十字医院从事外科医生工作； ● 2007 年 7 月成为中国医师协会美容与整形医师分会首届微创抗衰老专业委员会委员； ● 2009 年 5 月至 2016 年 8 月为《中国美容整形外科杂志》第 6 届及第 7 届编委会特邀成员； ● 2015 年 4 月至 2018 年 6 月担任浙江省转化医学学会常务理事； ● 2016 年 9 月亦获委任为中国整形美容协会金融投资分会主席； ● 2016 年 10 月成为中国整形美容协会常务理事； ● 2017 年 11 月起，担任中国非公立医疗机构协会整形与美容专业委员会品牌建设与医院运营管理分会副总监。
余凯先生	行政总裁兼执行董事	协助整体管理及策略规划	2017/10	<ul style="list-style-type: none"> ● 1993 年 6 月于湖南商学院获得商业定价学士学位； ● 2005 年 1 月至 2008 年 8 月于湘潭市龙阳食品有限公司任职，负责其整体管理； ● 2009 年 9 月至 2010 年 11 月，他曾担任深圳阳光整形美容医院院长，负责该医院的整体管理； ● 2013 年 3 月至 2014 年 4 月，彼作为院长加入广州粤秀整形外科门诊部； ● 2015 年 6 月，余先生成立广州英杰仕，直至 2017 年 9 月之前一直担任副总经理并自 2017 年 10 月起担任行政总裁； ● 2017 年 10 月起，彼一直担任瑞丽美容咨询、杭州瑞丽、瑞丽天鸽、瑞安瑞丽、芜湖瑞丽、宁波珠儿丽、瑞丽器械及广州英杰仕的行政总裁。
宋建良先生	瑞丽医美四间医疗美容机构院长兼执行董事	协助整体管理、策略规划及管理四间医疗美容机构	2008/01	<ul style="list-style-type: none"> ● 1978 年 1 月获苏州医学院（现称苏州大学医学部）的医学学士学位； ● 1985 年 1 月，彼曾在武汉军区总医院（现称中国人民解放军中部战区总医院）担任军医； ● 1987 年 1 月至 2005 年 9 月，宋先生于杭州整形医院就职，最后所担任职位为该院院长； ● 1996 年 10 月至 2000 年 9 月及自 2004 年 5 月至 2008 年 4 月分别担任中国康复医学会修复重建外科专业委员会成员； ● 1997 年 10 月及 2000 年 5 月分别获委任为中华医学会手外科学分会成员； ● 2000 年 7 月获委任为浙江省医学会整形外科学分会副主席； ● 2000 年 9 月获委任为中华医学会医学美学与美容学分会成员； ● 2009 年 8 月、2014 年 10 月及 2014 年 6 月亦分别获委任为浙江省

张春秀女士	财务总监	监督本集团财务事宜	2006/01	医学会医学美学与美容学分会、中国整形美容协会抗衰老分会及浙江省整形美容行业协会美容与整形医师分会副主席； ● 2017年5月，2018年4月及2018年9月分别获委任为浙江省整形美容行业协会第一届理事会常务理事、浙江省整形美容行业协会鼻整形分会第一届理事会副会长及浙江省整形美容行业协会第一届理事会副会长； ● 2019年9月获委任为中国整形美容协会标准化工作委员会第一届委员会委员； ● 2019年10月获任浙江省医师协会美容与整形医师分会第二届委员会副会长。
				● 2009年1月取得杭州电子科技大学会计学学士学位； ● 2006年1月至2007年12月作为财务主管加入瑞丽美容咨询； ● 2008年1月起，彼担任瑞丽美容咨询、杭州瑞丽、瑞丽天鸽、瑞安瑞丽、芜湖瑞丽、宁波珠儿丽、瑞丽器械和广州英杰任财务总监。

资料来源：瑞丽医美招股说明书，民生证券研究院

4.4.3 品牌端：维护和公关共同发力，塑造良好声誉

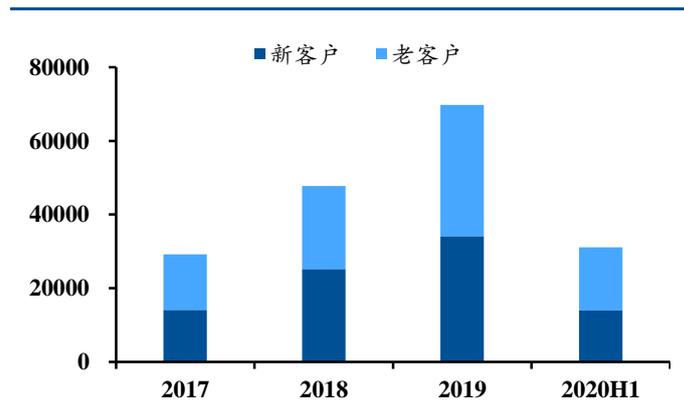
注重流量的引入和沉淀，新老客户同增长。瑞丽在新氧、淘宝等线上商城向各地潜在消费者提供产品和服务的同时，定期安排促销活动扩大品牌影响力，近三年来瑞丽线上商城销售额和其总收益占比持续上涨。另外，公司建立了完善的客户投诉机制，瑞丽医美投诉数目占同期已执行医疗美容诊疗总数的0.1%以下，远低于行业平均水平1%。安全优质的技术和服务为瑞丽医美带来了良好的声誉，新客户数量保持快速增长的同时，2017-2019年回头客人数实现翻倍增长至34105人，尽管2020年上半年受公共卫生事件的不利影响，瑞丽老客户人数依然保持稳定，口碑效应凸显，2019年瑞丽医美单位获客成本仅为人民币700元，远低于行业平均水平3000-5000元。

图41：瑞丽医美销售费用率



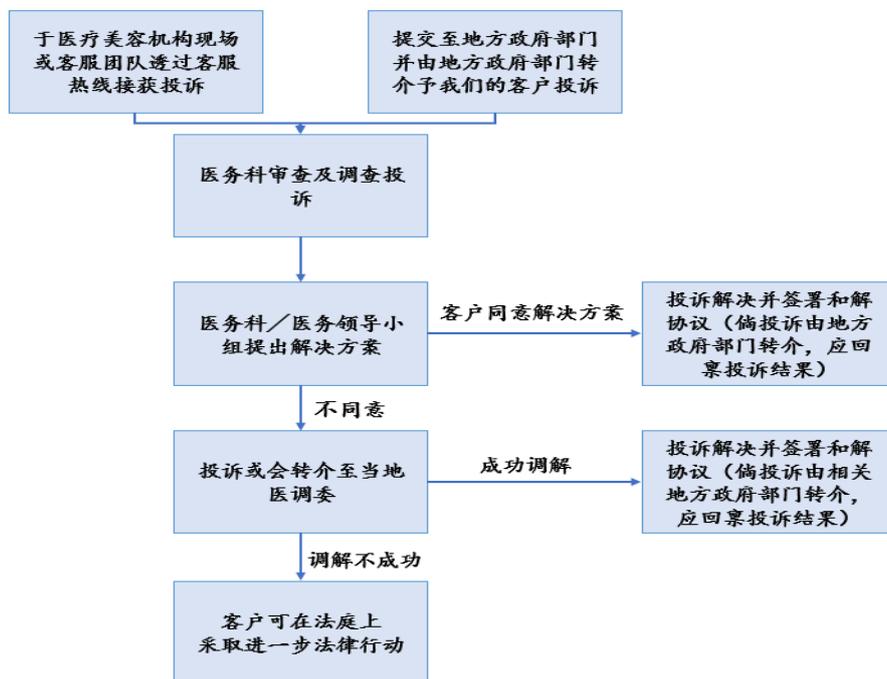
资料来源：瑞丽医美招股说明书，民生证券研究院

图42：瑞丽医美新老顾客数量（人）



资料来源：瑞丽医美招股说明书，民生证券研究院

图43: 瑞丽医美处理投诉流程



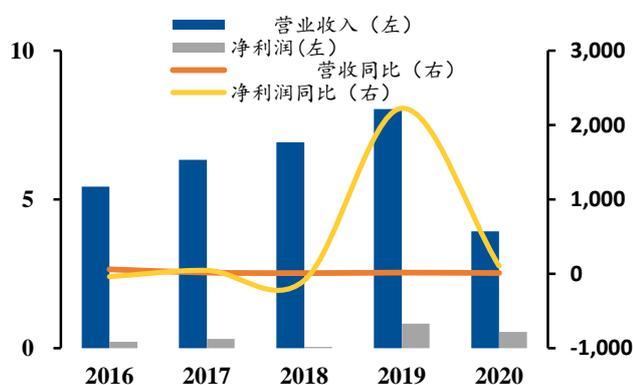
资料来源: 瑞丽医美招股说明书, 民生证券研究院

4.5 华韩整形

4.5.1 业务端: 聚焦美丽经济, 逆势开花

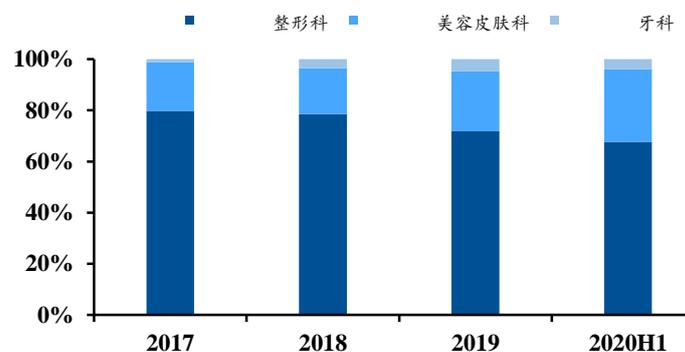
营收稳步增长, 利润端受新机构孵化周期影响波动较大。华韩旗下 6 家医院通过长时间的运营和积累, 多家医院开始扭亏为盈进入利润释放期。2011-2019 年收入复合增速高达 25%, 2019 年收入 8.04 亿元, 同比增长 16.14%; 净利润 0.83 亿元, 同比增加 2225.69%, 2020 年疫情期间增长仍然强劲。业务构成方面, 华韩以整形科为主, 近年来在协同性较高美容皮肤科和牙科业务有所拓展。

图44: 华韩盈利能力 (亿元) 和增速 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图45: 2017-2020H 华韩业务构成



资料来源: Wind, 民生证券研究院

4.5.2 品牌端：“三级整形外科医院+5A 医美机构+JCI”三大资质彰显硬核实力

软硬实力兼顾，客户满意为标尺。华韩整形作为医美领域领跑企业，旗下龙头南医大整形外科医院是三级整形外科医院，自 2016 年起先后获得 JCI 认证（民营中医美机构仅有 4 家，华韩独占 3 家）、三级外科整形医院、5A 级医疗美容整形机构国内外三大资质认证，其他家也紧跟合规和拿证步伐规范化并且可复制的医院管理体为公司未来的连锁扩张打下了坚实的基础。为优化客户服务效率与质量，提升客户消费体验，公司基于南京医科大学友谊整形外科医院，推出移动互联产品“变美”APP，帮助用户获取丰富产品信息，提供便捷的一站式问诊咨询、预约就诊服务、定期推送精彩活动等，同时公司还通过持续提升 IT 信息系统并独立研发 CRM 系统（客户关系管理系统）与“变美”APP 形成闭环服务体系，提升服务效能。

图46：三大资质对比

项目	评级机构	国内获评机构数量	华韩整形旗下获评公司
JCI 认证	国际医疗卫生机构认证联合委员会	59	南医大友谊整形外科医院、四川悦好、北京华韩、华韩奇致
三级整形外科医院	省/市卫健委	48	南医大友谊整形外科医院
5A 级医美机构	中国整形美容协会	14	南医大友谊整形外科医院、华韩奇致

资料来源：中国整形美容协会，JCI 官网，民生证券研究院

4.5.3 人才端：背靠南京医科大优质资源，输送专业人才

与南京医科大学医教研全方位合作锁定人才。华韩以旗下南医大友谊整形医院作为南京医科大学第四临床医学院下属教学医院和硕士生培养点，拥有专业的医疗科研人员和研究室，专业的医疗科研人员培养体系，为公司提供高素质的专家人才储备，也为医生提供更多的进修、晋升、教研机会。目前公司旗下医院、门诊部共 142 名医生和 225 名护理人员，在培实习生 168 名，以及国内外在培进修医师 16 名，共发表 227 篇论文，其中 SCI 论文 19 篇，共获得 24 项医学专利授权。

图47：华韩整形旗下各类研究室



资料来源：华韩整形官网，民生证券研究院

图48：2016-2020 上半年公司下属医院在培人才储备



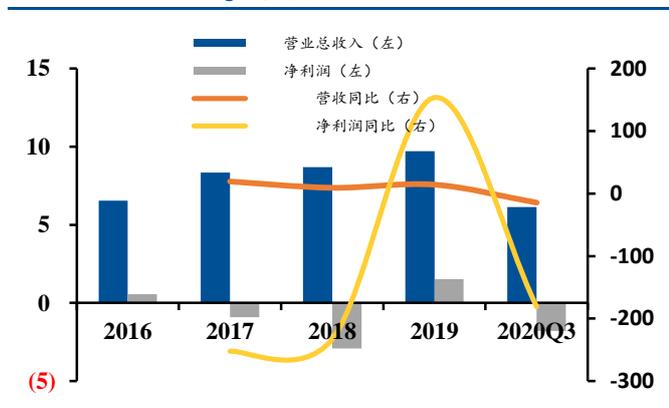
资料来源：华韩整形年报，民生证券研究院

4.6 医美国际

4.6.1 业务端：与行业周期共振，匠心造美

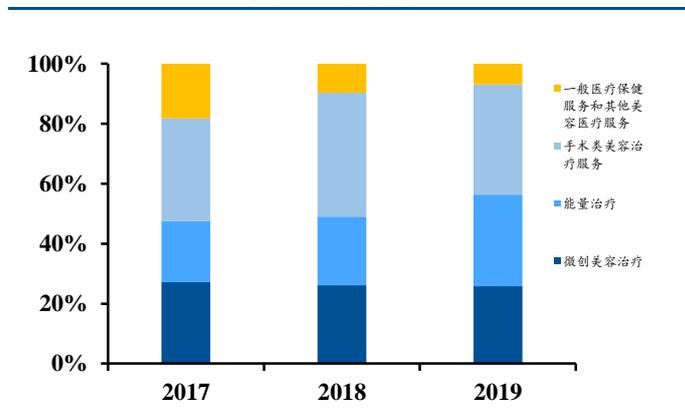
不忘初心、砥砺前行。2016-2020Q3，医美国际分别盈利 0.56 亿元、亏损 0.92 亿元、亏损 2.91 亿元盈利 1.52 亿元，亏损 1.79 亿元，其中 2017、2018 年的亏损部分是由于可转换可赎回优秀股及票据的公允价值损益导致，尽管 2020 上半年受疫情影响严重，公司凭借着规范化、标准化的医疗服务体系（入店咨询-服务订制-医生审核和进行疗程-疗后跟进）营收逆势增长，2020Q3 单季鹏爱医美国际营业收入为人民币 2.81 亿元，同比增长 18.2%。就业务类型来看，高难度的手术类医美项目仍是公司收入的主要来源，但能量治疗（光电类医美）和非手术类型的微创医美占比在提升。

图49： 2016-2020Q3 年总营收及各业务营收情况(亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

图50： 2017-2019 年各业务营收变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图51： 医美国际医院地域分布情况

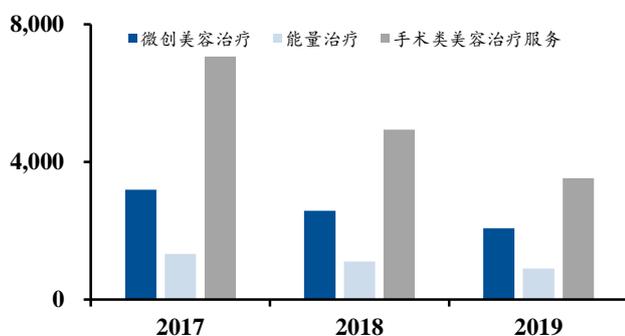


资料来源：医美国际官网，民生证券研究院

4.6.2 品牌端：定位明确，建立“鹏爱”符号体系

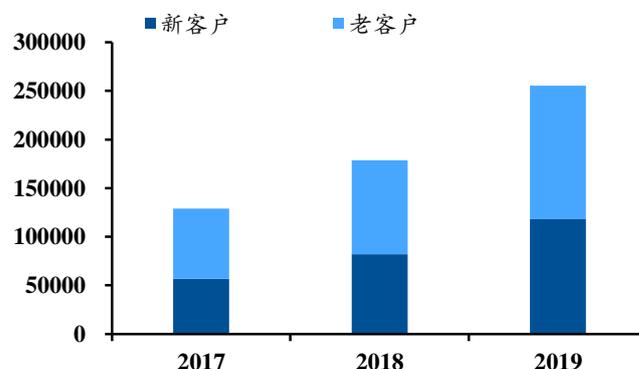
定位高端化服务，擅于运营和维护品牌形象。公司拥有国内专业的整形美容技术和设备，并与国内外诸多专业医美机构建立了广泛的交流和合作，以过硬的技术水平，雄厚的美学和形象管理能力，受到业界的关注。2017 以来客单价不断下滑，我们将此一方面归因于医美市场的不断成熟，超额利润率逐渐出现下滑，逐渐向正常利润率靠拢，另一方面，由于中小医美诊所医院不断被关停整合，大中型医美企业均开始入局，抢占瓜分医美市场，因此医美行业内价格竞争火热，医美国际通过降低客户的单次开支提高客户数量，巧借医美项目高复购率的特点，通过短暂的让利促进长期发展潜力的释放。除注重对潜在客户的营销挖掘外，医美国际还致力于深耕医美服务质量维系老客户的满意度，近年来，公司新老客户数量不断增加，复购率的比例保持在 75% 左右的超高水平。

图52：单次美容程序的客户平均开支情况(单位：元)



资料来源：wind，民生证券研究院

图53：2017~2019年医美国际新老顾客情况(人)

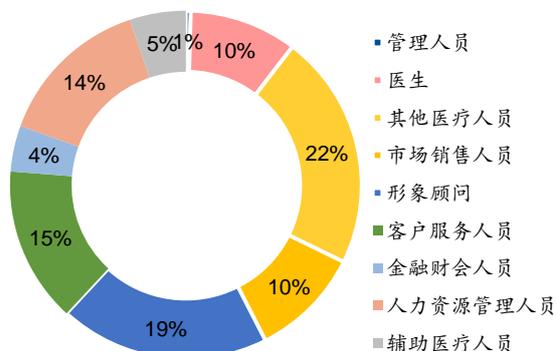


资料来源：wind，民生证券研究院

4.6.3 人才端：广纳群贤，打造一流人才队伍

专业背书，安全至上。截至 2019 年底，医美国际共有 1550 名在职员工，其中医生 154 名，占比接近 10%；业务核心的各类医疗人员及形象顾问，总计占比超过 55%，员工在职期间，医美国际定期为员工组织培训学习，提高员工的知识和技能水平。同时，公司将“医美安全”，“医美质量”放在首位。目前，医美国际尚未因超出经营范围受到过重大投诉或处罚，其中深圳鹏爱医疗美容医院被整形 2020 年评为“2020 年度最优质安全放心医美机构”并授予荣誉称号。

图54: 医美国际人力构成情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图55: 深圳鹏爱被评为“优质安全放心医美机构”



资料来源: 医美国际官网, 民生证券研究院

5 投资建议

我国医美行业仍处于发展初期，空间广阔并且增长迅速，未来五年内市场规模有望实现翻番。当前终端医美机构竞争格局大而分散，但受益于政策的规范、互联网垂直平台的兴起和资本跑马圈地的加速，非正规医美机构占据的大部分现有市场份额有待转移至正规医美机构，未来行业集中度有望提升，部分医美机构区域龙头雏形已现。

目前，医美机构的参与者主要包括跨界并购进入的已上市公司和专科医美医院两种类型。前者凭借雄厚的资金实力和资源整合力抢占行业优质稀缺资源、夯实竞争壁垒；后者专业性强，行业经验丰富，通过外延并购及自建等实现区域扩张，经验复制提升整体标准化水平，规模化效应有望凸显。建议关注奥园美谷、朗姿股份、华韩整形、医美国际、瑞丽医美、香港医思医疗。

6 风险提示

宏观经济下滑、医疗事故风险、人才流失风险、

插图目录

图 1:	主要国家医美渗透率.....	4
图 2:	中国医美女性年龄分布 (百万人)	4
图 3:	2018 年医美服务市场总收益 (亿美元) 及增速	5
图 4:	按美容外科和非外科诊疗市场规模 (亿元)	5
图 5:	玻尿酸主要产品介绍	5
图 6:	2015-2018 年整形美容医院医生数量 (人)	6
图 7:	2017 年主要国家每十万人人口整形外科医生数量 (人)	6
图 8:	我国医美行业发展历程	7
图 9:	我国医美下游机构分类	8
图 10:	按公共及私营划分医美市场 (亿元) 及增速	9
图 11:	2019 年中国医疗美容机构类型占比	9
图 12:	正规医美 VS 非法医美	10
图 13:	中国医美行业获客支出规模 (亿元) 及增速	10
图 14:	医美机构主要成本结构	10
图 15:	2002-2016 年医美行业的监管	11
图 16:	2007-2017 年医疗美容行业的并购金额和数量	13
图 17:	国内医疗美容相关企业新注册量变化	14
图 18:	2020 年医美用户选择机构的考虑因素	15
图 19:	2020 年中国医美用户关注信息	15
图 20:	医美机构连锁化的优势	16
图 21:	上市医美公司简介	18
图 22:	主流医美连锁机构的并购之路	18
图 23:	2013-2020H 华韩旗下医院净利率	19
图 24:	瑞丽医美下属医院经营情况	19
图 25:	2015-2019 年销售毛利率 (%)	19
图 26:	2015-2019 年销售净利率 (%)	19
图 27:	2015-2019 年销售费用率	20
图 28:	2015-2019 年管理费用率	20
图 29:	2012~2020H 医思医疗收入情况 (亿元)	20
图 30:	2019 年医思医疗收入构成	20
图 31:	医思医疗各地收入占比	21
图 32:	医思医疗内地医院收入	21
图 33:	医思医疗旗下品牌	21
图 34:	2019 年新老客户收入占比	21
图 35:	医思医疗成本构成	22
图 36:	医思医疗股权激励详情	22
图 39:	瑞丽医美分项目收益 (亿元)	22
图 40:	瑞丽医美分项目收益占比	22
图 41:	瑞丽医美销售费用率	24
图 42:	瑞丽医美新老顾客数量 (人)	24
图 43:	瑞丽医美处理投诉流程	25
图 44:	华韩盈利能力 (亿元) 和增速 (%)	25
图 45:	2017-2020H 华韩业务构成	25
图 46:	三大资质对比	26

图 47:	华韩整形旗下各类研究室	26
图 48:	2016-2020 上半年公司下属医院在培人才储备	26
图 49:	2016-2020Q3 年总营收及各业务营收情况 (亿元)	27
图 50:	2017-2019 年各业务营收变化	27
图 51:	医美国际医院地域分布情况	27
图 52:	单次美容程序的客户平均开支情况 (单位: 元)	28
图 53:	2017~2019 年医美国际新老顾客情况 (人)	28
图 54:	医美国际人力构成情况	29
图 55:	深圳鹏爱被评为“优质安全放心医美机构”	29

表格目录

表 1:	主流医美机构营业数据介绍	8
表 2:	从 7 部委到 8 部委国家层面医美监管情况	11
表 3:	主流医美垂直类平台对比	12
表 4:	瑞丽医美管理层介绍	23

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。